

失衡国际货币体系下的 我国宏观金融政策组合探析

■ 李雅丽

近年来,中国面临着严重的内外经济的失衡,一方面国际收支持续顺差,外汇储备不断攀升,人民币一直面临升值压力;另一方面国内流动性过剩现象凸现,部分地区和行业出现投资过热、资产价格泡沫等现象。这一切都是和当今的国际货币体系的失衡分不开的,特别与美元作为主要的国际储备货币而美国又在上世纪90年代以来长期实行的宽松的货币政策不无关系。我国的宏观金融政策应该本着把人民币国际化作为改进现行国际货币体系的出路之一。遵循这一原则和方向,我国应采取人民币汇率稳中有升、稳步提高基准利率、多渠道管理流动性、积极推进金融创新、建立现代化的金融体系等组合措施,以应对失衡的国际货币体系和失衡的内外经济。

[关键词] 国际货币体系;人民币国际化;流动性过剩

[中图分类号] F830 [文献标识码] A [文章编号] 1006-169X(2007)07-0018-05

李雅丽(1972—),女,厦门大学经济学院金融系博士研究生。(福建厦门 361005)

一、现行国际货币体系再度显现失衡

1973年随着布雷顿森林体系的崩溃和牙买加体系的建立,国际货币体系进入了一个新的阶段。经过三十多年的运行,现行的国际货币体系显现出严重的失衡状况。美元作为主要国际货币,有着超量发行的内在冲动和外在要求,过多的美元通过国际贸易和资本流动向其他国家输出,造成近年来全球经济的严重失衡:美国经常账户持续大幅度的逆差和亚洲国家大量的顺差并存;全球虚拟经济严重背离实体经济,资产泡沫泛滥;发展中国家金融危机频繁暴发。

(一) 现行国际货币体系难破特里芬难题,汇率风险不断积累。现行国际货币体系下,大量的美元通过美国经常账户逆差输出造成的汇率的贬值预期与美元作为国际货币要求的坚挺之间依然存在矛盾,即特里芬难题依然存在。上个世纪90年代以来美国经常账户逆差占GDP的比重不断攀升,已由1992年的0.76%上升到2004年的5.7%,2005年进一步加大到6.4%。面对巨额的逆

差,多数经济学家都对美元有不同幅度的贬值预期。有些学者认为是15-25%,即温和下调;有些学者认为是50%以上,甚至有学者认为需要贬值90%。但是从美国国际收支逆差不断积累到美元被抛售、汇率大幅度贬值,会有一个较长过程。一是因为没有能和美元相抗衡的国际货币全面作为美元资产的替代品,且美国常常通过经济、政治甚至军事手段,向对美元和美国金融体系构成竞争压力的对手施加压力,这也为美国的金融市场和美元资产的实际价值提供了额外的信用保障。二是在当前各国主要以美元作为储备货币的现状下,外汇储备国为避免遭受巨大的价值损失,不会轻易抛售美元引起美元汇率下跌,而是继续将拥有的大量外汇储备投放在美国金融市场上。正是由于美元的霸主地位造成了对美元短期内不贬值的预期,这一方面使得美国经常项目逆差可以达到比其他国家更高的水平,同时也将使得美元汇率不会及时自动调整。这样在贸易不平衡格局长期化的环境下,其他非储备货币国家,尤其是持有大量美元

资产的亚洲各国,对美国经常项目大量顺差产生的资金余缺所面临的汇率风险无法及时消除,而且将不断积累。当美元到了不得不调整的地步时,很有可能以震荡的方式进行调整,这将对各国经济,特别是储备国造成较大冲击。

表1 美元在全部官方外汇储备中所占比重

年 度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
比重(%)	56.6	57.0	60.3	62.4	65.9	68.4	68.2	68.3

资料来源:IMF《2002年年报》,第97页,中国金融出版社,2003。

(二)现行货币体系难束储备货币发行,全球流动性易于过剩。在布雷顿森林体系下,美国有责任维持美元和黄金之间的固定比价,而美国的黄金储备总量是有限的,这就要求美国自动控制美元发行总量,尤其是控制美元向国外输出总量。但在现行货币体系下,美国不再承担维持美元汇率稳定的义务,美元的发行基本无外部约束,处于某种“软预算约束”中。同时随着美国贸易逆差的增加,美国越能取得更多的实物资本,增强其经济实力,保证储备国对它的信心。即使美元超量发行和对外输出造成了美元贬值,它也只能减少其对外债务而不会对国内经济有太大影响。所以美联储的货币政策目标更多地是关注内部均衡,只要发行货币对美国国内经济有利,美联储就会毫不犹豫地增发货币,而不考虑储备货币与世界经济的平衡关系。1998年亚洲金融危机后美国经济有所放缓,美联储开始执行中性偏松的货币政策,特别是到2000年美国股市泡沫破灭后,美联储快速将利率由6.5%减至1%,为1958年来的最低点,并一直保持到2004年6月。1997年至2003年末联邦基金利率分别是5.5%、4.7%、5.3%、6.5%、1.8%、1.2%和1.0%,M1的增长率分别是5.6%、8.4%、6.2%、6.1%、10.2%、6.8%、5.4%,自1998年以来,美国M2的增长速度连续6年高于GDP现价的增长速度,存在着美元的超额供给。1999年到2004年间,全球外汇储备增长了一倍多,而商品贸易和服务贸易只分别增长了60%和50%,国际外汇储备的增幅是全球贸易增幅的一倍,美元的供给远远超出了正常的国际贸易的需求。另一方面,进入21世纪国际资本跨国流动一直保持着两位数的增长率,远远超过国际贸易与世界经济的平均增长率。国际外汇市场日均交易额超过两万亿美元,是国际商品贸易额的100多倍。这些都是储备货币国家大量向世界倾销其货币的结果。超额的储备货币供给不仅使储备国资产价格膨胀,而且也通过国际贸易和资本流动的渠道转移到其他国家,造成这些国家的信用泡沫。2000

年前美国股市泡沫严重,股市泡沫破灭后美国房地产价格开始持续上升,2005价格上涨12%,达1979年以来的最高水平,房地产总值超过GDP的160%。资产价格的上升造成的财富效应使美国居民消费增长迅速,形成美国持续的贸易逆差局面。

(三)现行货币体系缺乏国际最后贷款人的功能,发展中国家金融危机此起彼伏。在经济全球化和金融自由化的背景下,超额国际货币的发行通过金融创新形成数量更为宏大的衍生金融资产,通过发展中国家的金融深化过程,渗入其银行业和金融市场,形成金融危机的诱因。由于发展中国家存在“原罪”问题,即发展中国家在国际金融市场上融资时,不能发行以本币计价的债券,而只能发行以美元计价的债券,一旦出现金融波动,尤其是发生货币贬值时,这些发行国际债券的发展中国家就会出现支付危机。因为它们的现金流大部分是以本国货币计价的,而负债却是外币计价的,这就是近二十年来发展中国家金融危机频繁暴发的最根本原因。其本质就是金融市场先进的发达国家把汇率风险完全推给了金融市场落后的发展中国家。然而现行国际货币体系缺乏防范金融危机并在危机发生后提供资金以缓解危机的国际最终贷款者功能。这一体系的载体——IMF成立之初有维护固定汇率、监督成员国国际收支状况、为严重逆差国提供资金援助等职能。在现行的国际货币体系下,IMF的职能发生了异化,不仅在防范危机时无能为力,而且在发生危机时也显得捉襟见肘,不能有效解决危机。当单个成员国发生国际收支困难时,IMF并无义务干预,只有在这种危机可能威胁多边自由支付时,IMF才会提供援助,但是此时往往已经错过了缓解危机的最好时机。另外,为了帮助会员国恢复支付能力,IMF通常会提出紧缩方案,对处于危机中的成员国经济无疑是雪上加霜,经济更加衰退,这一点在亚洲金融危机中表现尤为明显。

二、失衡国际货币体系对我国经济的影响

近年来,中国经济的外向度不断提高,外贸依存度由2002年的51%,逐年提高到2005年的超过75%,高于美国、日本等外向型经济国家。从金融开放度来看,2003年中国资本流动总额占GDP比重已上升至30%。在失衡的国际货币体系下,我国也面临着严重的内外经济失衡。

(一)国际收支持续顺差,外汇储备不断攀升。我国由于历史文化和处于转轨时期的各种制度不完善的特殊国情,储蓄率一直处于较高的水平,消费需求不足,国内吸收(即国家的总支出)小于国民收入水平,所以开放经济下我国必然出现贸易顺差。我国经常账户自1994

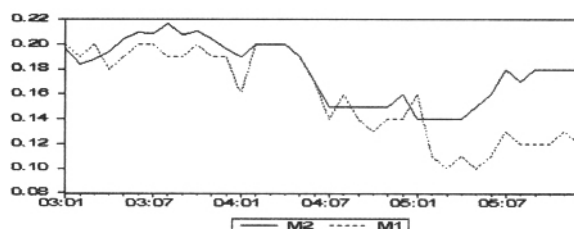
年外汇改革以来一直呈现顺差,2006 年高达 GDP 的 7%,远超出公认的 5% 的警戒线水平,充分表明我国存在严重的对外经济失衡。2002 年后我国连续三年出现经常项目、资本项目以及误差和遗漏项目“三顺差”。2004 年中国吸收的外国直接投资占整个亚洲的比重,已从 1990 年的 18% 增加到 65.9%。误差和遗漏项目之所以在 2002 年后出现顺差,主要是国际热钱在人民币升值预期下大举涌入而形成的。在中国资本项目仍被严格管制下,这些资本为逃避管制通过对外贸易的方式和渠道,尤其是跨国公司通过内部转移价格、交易时间提前错后等办法进入中国。伴随着大规模的出口以及出口赢余和大规模的资本流入,中国成为世界上外汇储备增长最快的国家(见表 2)2004 年和 2005 年连续两年我国外汇储备增幅都超过了 2000 亿美元,到 2006 年 2 月底,我国外汇储备规模已达 8537 亿美元,首次超过日本,居世界第一。2006 年底,我国的外汇储备超过 1 万亿美元。我国的外汇储备大都以美国国债的形式持有,不但收益率低,而且资产形式过于集中,不利于分散风险。

(二)人民币面临持续升值压力。面对巨额的贸易顺差和不断增长的外汇储备,国际上要求人民币升值的呼声不绝于耳。早在 2002 年底日本政府多位官员轮番指责中国向亚洲乃至全世界输出通货紧缩,要求签订类似“广场协议”的文件迫使人民币升值。2003 年,时任美国财长的约翰·斯诺在多种场合发表谈话,称较低的人民币汇率是造成美制造业竞争力减弱和美中贸易不平衡的主要原因,希望中国政府逐步迈向市场主导的弹性汇率制度,实行更为灵活的汇率政策。经国务院批准,中国人民银行宣布自 2005 年 7 月 21 日开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。根据对汇率合理均衡水平的测算,人民币对美元即日升值 2%。但是市场普遍认为人民币汇率有进一步上升的空间,国际资本仍通过各种合法或非法渠道流入我国,至 2006 年 9 月末,人民币对美元汇率累计升值 4.65%。

(三)国内流动性过剩现象凸现。2002 年以来,我国货币供应量增长速度不断上升。2003 年广义货币 M2 增长速度一直在 20% 左右徘徊(如图 1)。随着持续的外贸顺差和外资流入,在强制性的结售汇制度和钉住美元的汇率制度下,央行被动增发基础货币,外汇占款快速增长。表 2 显示,2001 年有外汇储备增加引起的货币投放对货币供给的贡献率为 64.5%,(不考虑“冲销”因素),之后呈急剧上升态势,自 2003 年起因外汇储备增加而可投放的货币量已经超过 M2 增加量。我国商业银行体

系流动性出现明显过剩,M2 增长速度和 M1 增速差距不断拉大(图 1),即在 M0 和企业活期存款占比较为平稳增长时,M2 因居民和企业将通过结汇获得的大量人民币资金转化为银行存款而有较快增长。银行流动性过剩的另一表现是银行体系存差不断增大,贷存比持续下降。2005 年末金融机构存差达到 9.2 万亿元,占存款余额的 32%,存量的贷存比为 68%,新增量的贷存比为 53%。当企业、居民将获得的大量外汇转换为人民币存款时,在银行概览上就体现为资产方的外汇资产增加、负债方的人民币存款增加。由于是以非贷款的形式向居民和企业部门提供资金,因此存差扩大,贷存比下降。所以可以说是我国国际收支严重失衡造成了银行体系大量的过剩流动性。

图 1 2003 - 2005 年 M2 和 M1 的增长速度



资料来源:根据中国人民银行网站 2002 - 2005 年货币供应量月度数据整理。

表 2:我国外汇储备增加对货币供应的影响

货币单位:亿

年份	外汇储备增加(美元)	外汇储备增加可投放的货币供给(人民币) (1)	M2 增加额 (人民币) (2)	(1)/(2) (%)
1994	304.21	9978.088	12043.7	82.85
1995	219.77	7208.456	13827.0	52.13
1996	314.32	10309.7	15344.4	67.19
1997	348.61	11434.41	14900.4	76.74
1998	50.70	1662.96	13503.2	12.32
1999	97.15	3186.52	15399.4	20.69
2000	108.99	3574.872	14712.5	24.30
2001	465.91	15281.85	23691.5	64.50
2002	742.42	24351.38	26705.1	91.19
2003	1168.44	38324.83	36215.8	105.82
2004	2066.81	67791.37	31984.9	211.95
2005	2089.40	68532.32	45547.8	150.46
2006	1222.43	81170.82	46822.4	173.36

资料来源:根据中国人民银行网站 1994 - 2006 年数据整理。其中(1)是以 1 美元兑 8.2 元的年均人民币汇率折算,并按货币乘数为 4 来估算。<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/>

(四)部分地区和行业出现投资过热、资产价格泡沫等现象。近年来我国经济过热和房地产市场泡沫已是不争的实事。2003 - 2005 年 GDP 增长速度分别高达到

9.5%、10.1%、10.4% ,2006年上半年为10.7%。中国社会科学院编撰的《2006年房地产蓝皮书》中,全国35个大中城市中,2000年至2004年房屋价格指数增幅超过5%的有19个。投资过热和房地产价格的上升有各方面的原因,但是如果没有宽松的货币支持,是无法长时间支撑的。在金融机构资金充裕的情况下,货币市场利率不可避免地一直保持在较低水平上。其代表性利率——7天同业拆借和质押式债券回购加权平均利率在2004年末分别只有2.09%和1.87%,2005年回购利率一度低到只有1.1%左右。在信贷市场与货币市场隔离的状况下,贷款利率保持在5.5%以上,高于货币市场利率4个多百分点。商业银行出于自身的经济压力和利益驱动,大量发放信贷,形成投资过热的局面。同时在房地产价格不断上升的背景下,商业银行甚至不惜采取违规手段增加对房地产业的信贷支持,造成房地产价格泡沫。在钉住美元的汇率制度下,中国外汇储备的增长刺激了人民币升值预期的形成,国际热钱大举涌入,进一步加大了国内房地产泡沫的程度。据2006年5月15日《经济参考》报载,全球最大的物业服务公司之一的世邦魏理仕,由于看好人民币持续升值,2006年第一季度至少有5亿美元投入中国内地房地产市场,2005年外资投在中国内地房地产市场上的收租物业上总金额超过12亿美元。

总之,在现行国际货币体系下,美国为长期推行宽松的货币政策造成美国国内流动性过剩,在财富效应刺激下,美国国内对进口品的需求大大增加,拉动了对美国出口增长,中国贸易账户顺差增长,外汇储备大幅度增长。在强制性的结售汇制度和钉住美元的汇率制度下,我国央行被动增发基础货币,货币供应量大幅增长,造成国内流动性过多,加之内需不足、低利率等其它因素,使得我国固定资产投资过热,房地产市场出现泡沫。

三、我国宏观金融政策组合探析

(一)积极稳妥推进人民币国际化。中国作为最大的发展中国家,在全球经济份额中占据越来越大比重,应该也有能力积极主动地去参与国际货币体系的改革与重建,全力维护我国经济安全。为此,我们要积极稳妥地推进人民币国际化,逐步使人民币成为区域性储备货币,使我国央行享有发行国际货币的“铸币税”特权,避免国际贸易中的汇率风险和我国企业在国际金融市场上借贷因货币不匹配而导致的金融危机等问题。同时人民币国际化还有利于我国产业向海外转移,引导国内货币资本向海外流动,避免流动性过剩造成泡沫经济。推进人民币国际化需要我国政府积极引导稳妥推进,不能

一蹴而就。在当前游资不断通过各种非法途径进入我国时,可以考虑在国际市场上发行以人民币计价的债券。短期内使国际资本通过合法化的渠道进入,利于我国有关部门进行管理。同时随着这种债券数量不断增长,人民币资产将逐步成为国际金融机构乃至世界各中央银行资产增值、保值的金融工具,人民币也会逐步成为世界上相关的金融和实务交易的主要计价单位。当这种格局形成以后,人民币也成了国际货币,中国经济就可以从中获得诸多好处。

(二)保持人民币汇率稳中有升。人民币汇率在升值的过程中要强调“稳”,一是升值幅度不能太大。在当前我国经济增长方式不能完全依靠内需的情况下,要尽量减少汇率变动对出口的冲击;二是升值速度不能太快,要让在人民币升值预期下流入的大量“热钱”知难而退。“稳”的好处还可以使金融机构有一定的时间加强汇率风险的管理意识,开发各类规避和管理汇率风险的金融衍生产品,增强企业对新型避险工具的适应能力。汇率市场化改革以后,人民币除了有升值的可能以外,也有可能贬值,汇率的升降成为一种常态,所以大力发展金融市场,特别是发展外汇市场,成为对外经济发展的要求。同时发展金融市场也是人民币国际化的要求,如同美元作为主要的国际货币是由美国发达的金融市场作为支撑一样,人民币国际化必须有一个具有相当深度、广度和弹性的人民币资产池,必须有市场化程度相当高的各类金融机构和金融市场,这都需要假以时日。人民币汇率在升值的过程中还要强调主动。升值时机、升值幅度都要根据本国的国情和承受力自主决定。从国际经验来看,二战后随着德国和日本经济的高速发展,德国马克和日元都面临着升值的压力,而德国采取了主动渐进升值的策略,并配合其他财政货币政策达到了国内较低的通货膨胀和稳定的产出;而日本在上世纪70年代当局通过降低贴现率等手段干预抑制日元升值,不仅引发了当时两位数的通胀率,而且使1985年后日元被迫骤热升值,日本经济随之进入了大起大落的通道。

(三)稳步提高央行基准利率。我国当前出现的国内投资增长速度过快和房地产泡沫的直接原因在于国内过多的流动性。过多的流动性造成了我国的基准利率不仅低于历史水平,而且低于市场化国家平均利率水平。所以内部经济的失衡,要求我国采取紧缩货币提高利率予以治理。有人认为在我国存在资本流动的现实条件下,高利率会导致国际游资的流入以及外汇储备的增加,不仅会造成基础货币的增加从而抵消掉提高利率的

紧缩效应,而且进一步加大国际收支的不平衡。但是从此轮国际游资大举进入中国的目的来看,它们并不是为了简单获得中美两国的利差,其目的一是为了搏人民币升值,二是为了获得房地产等资产市场上的高收益率。如果人民币有进一步升值的预期,资产市场上又有高回报率,那么即使中国利率明显低于美国利率,正如现在的状况,国际游资也会大量进入,而如果人民币没有了升值预期,资产市场又没有高回报率,那么即使中国利率明显高于美国利率,国际游资也不会像现在一样如此大量地进入。上面我们已经探讨了可以通过本币汇率的稳中有升的策略减少游资的进入,事实上,2005年我国国际收支中的误差与遗漏项目再次转为负值,说明汇改后人民币升值预期有所减弱,资金开始外流。对于其第二个目的我们可以通过提高利率抑制房地产价格的上升的策略予以否定。事实上对于房地产这类易于出现价格泡沫的资产市场,预期对其价格形成具有关键性的作用,央行提高利率可以向市场发出紧缩的信号,在一定程度上改变房地产价格只升不降的市场预期,从而抑制泡沫的进一步加大。所以提高利率并不会刺激国际游资的进一步流入。同时鉴于房地产是一个关联性高达70几个行业的产业而言,对其价格的预期的改变会减弱对其及其关联行业的投资热情,使投资增速在一定程度上有所下降。很多学者注意到本轮固定资产投资中地方政府作用不可忽视,有其主导的投资行为对利率的敏感性并不高,也就是说央行的紧缩性货币政策通过利率渠道传导并不畅通,但是政府主导型投资的资金来源主要是银行信贷,所以信贷资金的可获得性则对其作用巨大,央行提高利率紧缩货币的政策仍然可以通过信贷渠道一定程度地遏制过热的投资。

(四)多渠道管理商业银行流动性。对市场主导型的非国有企业的投资而言,其资金来源较为广泛,四大银行对其资金支持力度远远小于其对国民经济的贡献度,提高官定利率对其影响也不大,毕竟现行民间利率高于货币市场利率20个百分点。这也就是说央行简单宣布提高银行贷款利率并不能有效抑制投资,反倒可能使日益商业化运作的银行加大放贷冲动。所以央行釜底抽薪的做法应该是从源头上减少商业银行的流动性,如我国货币当局已经采取的提高法定准备金率、加大公开市场操作力度,通过更为灵活的汇率机制减少央行发放货币的被动性等措施,从源头上控制资金来源。

(五)继续深化利率市场化改革,加快金融创新。深

化利率市场化改革,可以改变国内各种金融市场(如货币借贷、资金融通、票据抵押与贴现、证券发行与流通以及信托、投资与保险等)之间以及国内与国外金融市场之间的严重分割状态,提高各个市场之间的利率关联度,使资金在国内实体经济部门与虚拟经济部门之间、国内与国外市场之间有效分配。我国目前出现的资金过剩,只是一种相对的过剩,是由于我国实体部门缺乏新的经济增长点、缺乏有高成长潜能的支柱产业、而传统产业大都出现产能过剩的局面而形成的投资不足造成的。从长远来看,要使我国经济从动态无效转向动态有效,并减少国内资产价格上涨压力和经济泡沫,必须培育新的经济增长点。金融部门要充分发挥金融对经济的推动作用,强力推动金融体制创新,不断开发和培育新的金融产品,提高我国的产业层次,逐步建立能够适应和推动人民币国际化的现代金融体系。

[参考文献]

- [1]朱民. 2006年全球经济金融:在失衡中增长[J]. 国际金融研究, 2006, (2).
- [2]MP Dooley, D Folkerts-Landau, PM Garber: The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries, NBER Working Paper 10332 2004.
- [3] Ronald McKinnon, Gunther Schnabl The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, Review of Development Economics 8 (3), 331-360 (2004)
- [4]王宇. 伯南克时代:格林斯潘后的美联储货币政策展望[M]. 东北财经大学出版社 2006.
- [5]徐明棋. 美国国际收支经常账户逆产不断扩大对世界经济的影响[J]. 国际金融研究 2006, (4).
- [6]余永定. 全球经济不平衡,中国汇率政策和双顺差[J]. 国际金融研究 2006, (1).
- [7]朱民. 美国经济失衡的调整和对中国的影响[J]. 国际金融研究 2005, (1).
- [8]赵夫增. 世界经济结构性变化与经常账户失衡[J]. 国际金融研究 2006, (4).
- [9]姚枝仲, 齐俊妍. 全球国际收支失衡及变化趋势[J]. 世界经济 2006, (3).
- [10]中国人民银行. 中国货币政策执行报告二〇〇六年第三季度.